

■黄志刚 朱剑锋

# 论国债与货币市场和资本市场的关系

目前,国内理论界对国债与货币市场和资本市场的关系认识混乱。大部分人认为国债市场属于资本市场,因为资本市场包括中长期借贷市场和证券市场,而国债市场又是属于证券市场的(安体富、周升业,1996年)。也有人认为国债市场中国库券(指短期国债)市场属于货币市场,其他部分属于资本市场(周大中,1994年)。还有人并不否认国债市场与资本市场的关系,但认为国债市场主要是货币市场(袁东,1997年;赵智勇,1997年)。不同的看法隐含着不同的政策含义,认识的混乱有可能带来实际工作的混乱,本文旨在对这一问题进行澄清和再认识。

## 一、重新界定货币市场与资本市场的定义

国内金融理论界一般将金融市场按市场交易的媒介(金融工具)的到期期限长短划分为短期资金市场和长期资金市场(外汇市场和黄金市场归根结底也可以归并到短期资金市场和长期资金市场中),前者又称为货币市场(Money market),后者又称为资本市场(Capital market)。更具体地说,货币市场是市场交易媒介一年以内到期的资金市场,资本市场是市场交易媒介一年以后到期的资金市场。但西方学者却很少以一年为期限来划分货币市场和资本市场。

国内金融学界以金融工具到期期限是否在一年以内为划分标准来界定货币市场与资本市场,存在诸多问题。第一,不能解释<sup>364</sup>天到期的金融市场工具与<sup>366</sup>天到期的金融市场工具为什么差别大到分属不同的金融市场工具;第二,一些金融工具,如定活两便存单、可转换企业债券,就很难确定它的到期期限;第三,按期限划分金融市场的本意是金融工具的到期期限与金融工具的流动性、甚至安全性、收益性,有确定的关系,而事实上并非如此,两年期的国债就比一年期的企业债券流动性高、安全性高和收益性低;第四,它没有解释货币市场、资本市场与货币、资本的联系,使货币市场、资本市场概念中的“货币”、“资本”都成了没有实际内容的空壳;第五,也是最重要的,我们真正关心的不是金融工具的期限,而是增长与稳定以及影

响增长和稳定的货币的供给与需求、投资与储蓄等等,现行货币市场与资本市场的定义恰恰不能满足这一点。

按照惯例,我们仍然从金融工具(金融市场交易的媒介)的角度来划分金融市场。我们把金融工具,也即金融市场工具,划分为两种:一种是货币市场工具,一种是资本市场工具。并且定义为:直接影响货币供应量的金融工具即为货币市场工具,直接影响资本供应量(盈利性投资量)的金融工具即为资本市场工具。

货币市场工具与资本市场工具是两个既交叉、联系,又有显著区别的概念。典型的货币市场工具是银行券,它最直接影响或决定着货币供应量;最典型的资本市场工具是股票,股票可以有效地将消费资金和储蓄转化为投资,影响着资本供应量。然而,从货币市场工具到资本市场工具是一个连续体,二者之间没有截然的鸿沟。例如,活期存款单是一种货币或准货币,它的变化影响着货币供应量,它是货币市场工具,同时存款量也影响着贷款量,从而影响着盈利性投资的量,它是资本市场工具。一种金融工具,如果它影响货币供应量的程度越大,我们就称它为“货币性”越强,如果它影响资本供应量的程度越大,我们就称它为“资本性”越强,那么,我们可以给几种常见的金融工具按其货币性、资本性强弱进行如下排列:

典型的货币市场工具						
银行券	活期存款单	定期存款单				
			货币性由弱变强			
典型的资本市场工具						
短期国债(国库券)	中长期国债	银行票据	商业票据	企业债券	股票	
						资本性由弱变强

除了定义不同以外,大致说来,货币市场工具与资本市场工具之间还有以下区别:第一,货币市场工具的流动性较强(容易变现),其中货币本身的流动性更强,资本市场工具的流动性较弱;第二,货币市场工具的安全性较强(临时需要变现时遭受

损失的可能性较小), 资本市场工具的安全性较弱; 第三, 货币市场工具的收益性较弱, 持有典型的货币市场工具——银行券的收益率为 0, 而资本市场工具的收益性较强; 第四, 货币市场工具的发行量影响整个社会总需求, 而资本市场工具的发行量影响投资需求, 通过投资需求再影响社会总需求; 第五, 也是最重要的, 人们持有货币市场工具与持有资本市场工具的目的不同, 持有货币市场工具是由于商品交易的需要, 是将其作为价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段或世界货币; 而持有资本市场工具是投资的需要, 是为了赚钱。

我们认为, 货币市场是货币市场工具交易的市场的简称, 它是货币市场工具交换关系的总和, 包括货币市场工具的供给和需求两个方面; 资本市场是资本市场工具交易的市场的简称, 它是资本市场工具交换关系的总和, 包括资本市场工具供给和需求两个方面。很显然, 由于货币市场工具与资本市场工具是既联系、交叉, 又相互区别的两个概念, 货币市场与资本市场也是既联系、交叉, 又相互区别的概念。典型的货币市场是可转让存单市场, 典型的资本市场是股票市场。

## 二、国债与货币市场、资本市场的关系

判断国债市场是属于货币市场还是属于资本市场, 也就是判断国债是货币市场工具还是资本市场工具。

国债券如果由中央银行买卖, 这分为两种情况: (1) 中央银行在一级市场上购买国债, 中央银行的资产(短期投资或长期投资科目)增加, 同时负债(财政性存款科目)也增加, 货币供应量增加了。此时, 国债券是货币市场工具, 国债市场是货币市场。中央银行和财政部买卖国债都不以盈利为主要目的, 此时, 国债对盈利性投资没有直接影响。不过中央银行增加货币供应量可能会刺激投资, 但国债收入主要是用来弥补财政赤字, 这种刺激并不明显。可以说, 在这种情况下国债不是资本市场工具, 国债市场不是资本市场。(2) 中央银行在二级市场上买卖国债(公开市场业务), 交易的另一方大多是个人、企业或商业银行, 此时, 中央银行的资产增加(减少), 负债增加(减少), 货币供应量也增加(减少)了, 在这种情况下国债市场是货币市场。但个人或企业买卖国债是以盈利为目的, 此时国债影响了盈利性投资, 国债市场在一定程度上也是资本市场。

国债券如果由商业银行购买, 也可分为两种情况: (1) 商业银行在一级市场上购买国债。如果商业银行使用的是自有资金, 购买国债时资产一增一减, 并不影响货币供应量, 但卖方的存款增加了, 货币供应量还是增加了。如果商业银行使用的是在其他商业银行的存款, 那么购买国债时资产一增一减, 存款减少了, 货币供应量减少, 但购买国债者的存款会等量增加, 这又会抵消前述货币供应量的减少。如果商业银行使用的是其在中央银行的存款, 那么购买国债时中央银行的资产负债等额减少, 商业银行的资产一增一减, 出售国债者的资产一增一减, 总的结果是对货币供应量几乎没有影响。

国债如果由企业或个人购买, 也可进行上文类似的分析。

## 三、国债市场既是货币市场又是资本市场的意义

(一) 货币供应量和利率分别与货币市场、资本市场密切相关。既然国债既是货币市场工具, 又是资本市场工具, 它的运行自然要影响到货币供应量和利率, 而货币供应量和利率又是中央银行货币政策的两大中介目标, 因此, 国债的运行就需要央行密切关注。但是, 几乎任何经济活动都会直接或间接地影响到货币供应量或利率, 如果谁影响了货币供应量或利率央行就要管理谁, 那么央行将成为政府控制全面经济活动的手段。其实, 央行执行货币政策本身就是在多种不确定因素的影响下进行的, 中央银行货币政策只能是通过影响这些因素来抵消它们的负面影响, 而不是也不可能通过将所有市场活动都直接控制在自己手中来确保货币政策目标的实现。因此, 仅以国债市场既是货币市场又是资本市场为依据, 要求将国债归口央行主管是站不住脚的。

(二) 可以将政府看作是私人部门的联合体, 因此, 国债与私债就有着极大的相似。企业债券的规模、发行收入的使用、债务余额的管理、债券的还本付息、发债说明书等事项是由企业自己根据利润最大化的要求进行的。类似地, 国债规模的确定、种类的确定、发行过程的组织、收入的使用、债务余额的管理、债务的还本付息、制定国债制度等事项也应由债务人(通常由财政部门代理)自己根据国家宏观经济政策和成本最小化的要求进行。

(三) 在一级市场上, 财政部门是国债活动的直接参与者, 在二级市场上央行是国债活动的直接参与者。因此, 国债一级市场、二级市场的监管都只能由证监会进行。因为, 如果由财政部门或央行负责国债市场的监管, 则它同时兼具“裁判员”和“运动员”的双重身份, 这与市场活动只能由超然独立的“裁判员”来监管这一基本原则是相悖的。应提高证监会作为证券市场唯一监管者的权威性和地位, 做到“运动员”上一“场”就必须服从裁判, 而不论其地位多高、资历多深。

(四) 在利率尚未市场化之前, 正如央行给企业债券规定有最高利率一样, 央行也可以给国债规定一个最高利率, 以限制国债利率冲击央行的利率政策。但既然央行不应给企业债券确定一个利率, 央行也不应作为国债利率的确定者。

(五) 既然国债市场既是货币市场又是资本市场, 国债交易就不能仅依赖于场内交易的资本市场组织制度和运行方式, 应大力发展场外交易和全国银行间同业拆借网络作为报价系统支撑的交易。

(六) 商业银行是货币市场的重要参与者, 而投资银行是资本市场的重要参与者。既然国债市场既是货币市场又是资本市场, 就应该放松对商业银行进入国债市场的管制, 增强金融市场的竞争力度, 降低国债的融资成本。这样, 既可以加大社会资金进入国债市场的规模, 又可增加国债债权人的数量, 有利于利率市场化, 也有利于央行货币政策的操作。

(作者单位: 厦门大学研究生院)

中信实业银行深圳分行)

(责任编辑: 胡淑红)